2020 年 12 月 15 日

# “需求侧”的结构转换

## ——宏观经济点评

宏观研究团队

赵伟（分析师）
zhaowei1@kysec.cn
证书编号：S0790520060002

张蓉蓉（分析师）
zhangrongrong@kysec.cn
证书编号：S0790520070006

段玉柱（联系人）
duanyuzhu@kysec.cn
证书编号：S0790120070013

11 月经济数据总体不错，工增、投资符合市场预期，消费表现略低预期、与疫情反复扰动线下消费有关。但“亮眼”的总量数据之下，不同经济部门、行业之间分化显著，“需求侧”的结构转换特征日益凸显。立足结构视角，找准投资逻辑。

● **工业生产：生产行为分化显著，医药和装备制造继续加快，原料制造增长放缓**

**11 月生产活跃度总体仍高，但结构分化加快显现；装备和消费制造类产出增长进一步加快，原料制造类增长放缓。**具体来看，工业增加值同比增速 7%，较上月加快 0.1 个百分点。大类行业中，制造业增长 7.7%、较前值加快 0.2 个百分点，增速为 2019 年 4 月份以来最高，其中消费制造和装备制造增长均加快 0.6 个百点、原料制造增速回落 0.4 个百分点。电热燃增速季节性抬升，采矿业增速回落。

**中微观层面的分化也十分清晰；医药制造、电气机械、化学原料及制品等行业生产活跃度、持续性最好，单月产出增速均处于近年高位。**相较之下，前期产出增长持续改善的黑色金属、非金属矿物等原料制造行业，11 月产出增速均有不同程度回落。主要工业品中，钢材、有色、水泥产量增长均放缓，仅玻璃增长加快。

● **投资需求：医药和部分设备制造投资明显改善，部分行业或已走出“独立逻辑”**

**制造业投资明显改善，医药投资、设备投资贡献显著。**11 月，制造业投资增速抬升 8.7 个百分点至 12.2%，其中医药制造投资增速进一步上升超 40 个百分点至 76%、创历史新高，计算机通信设备制造、专用设备制造、化学原料和化工制品投资增速也有大幅改善。**以医药制造和部分设备制造为代表的先进制造，已走出“独立逻辑”，在“需求侧改革”背景下、或成为扩大“有效投资”的重要方向。**

**基建和地产投资增速回落，未来一段时间或“韧性”仍存、“弹性”有限。**11 月，基建和地产投资增速分别下滑 1.2 和 1.8 个百分点至 5.9%和 10.9%。这类传统投资，受“稳增长”及外溢效应影响显著；政策“退潮”下，“稳增长”支撑逻辑将有所减弱，基建和地产投资压力或将继续显现，未来一段时间“弹性”较为有限。

● **居民消费：线下消费活动修复阶段性放缓，受疫情反复扰动，中期弹性可期**

**“双十一”助力实物消费加快修复，但疫情反复扰动线下消费修复节奏。**11 月社零同比 5%（前值 4.3%），略低于市场平均预期（5.6%）；其中，商品消费增速 5.8%、较前值抬升 1 个百分点，手机、化妆品、家电等增速抬升幅度较大，或受“双十一”提振；但餐饮消费再现负增（-0.6%），或受到疫情阶段性反复扰动。

**向后展望，线下消费修复节奏或受疫情反复扰动，但改善趋势较为“确定”、“弹性”可期；伴随居民就业和收入等继续改善，重点关注中低收入群体相关大众消费等逻辑。“需求侧改革”下，改善中低收入群体收入、增加农村配套设施服务等或成为释放“有效需求”的重要抓手，也将在一定程度上利好相关大众消费等。**

● **风险提示：**国内外宏观经济或监管政策出现重大调整；疫情出现超预期变化。

相关研究报告

《宏观经济专题-信用“收缩”年，再融资压力的结构分化》-2020.12.13

《宏观经济专题-“特朗普主义”未离开》-2020.12.13

《宏观经济专题-“需求侧改革”，战略意义和内涵理解》-2020.12.13

# 目 录

1、 工业生产：生产行为分化显著，医药和装备制造明显加快.....3
2、 投资需求：医药和部分设备制造投资明显改善.....4
3、 居民消费：线下消费修复节奏受疫情扰动，中期弹性可期.....5
4、 风险提示.....6

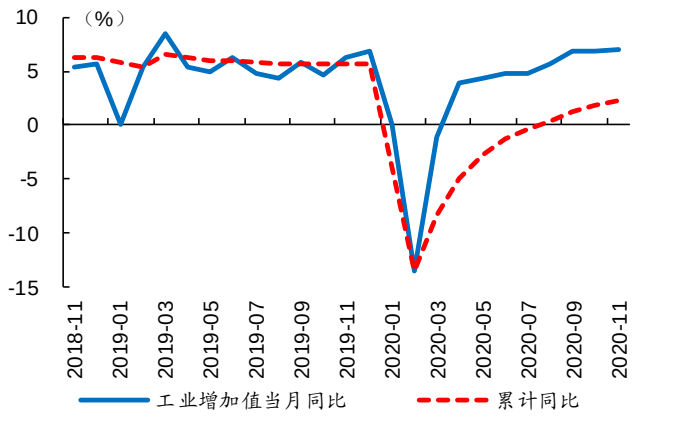
# 图表目录

图 1： 11 月，工业增加值增速继续抬升.....3
图 2： 11 月，制造业生产活跃度维持高位.....3
图 3： 11 月医药制造、电子制造等产出增长明显加快.....3
图 4： 11 月原料制造类行业产出增速多数放缓.....3
图 5： 11 月，医药制造业生产增长进一步加快.....4
图 6： 11 月，多数装备制造类行业产出增长加快.....4
图 7： 11 月制造业投资增速大幅抬升.....4
图 8： 11 月，医药制造、计算机投资增速大幅抬升.....4
图 9： 11 月，电热燃和交运仓储投资增速回落.....5
图 10： 领先地产投资的拿地和新开工近期走弱.....5
图 11： 11 月实物消费继续修复，餐饮收入再现负增.....5
图 12： 药品和饮料，11 月零售额增速上升.....5
图 13： 后地产链相关消费 11 月增速多数抬升.....6
图 14： 金银珠宝和通讯器材可选消费增速抬升.....6
图 15： 11 月失业率继续回落.....6
图 16： 线下消费前期修复较慢、未来弹性可期.....6

## 1、 工业生产：生产行为分化显著，医药和装备制造明显加快

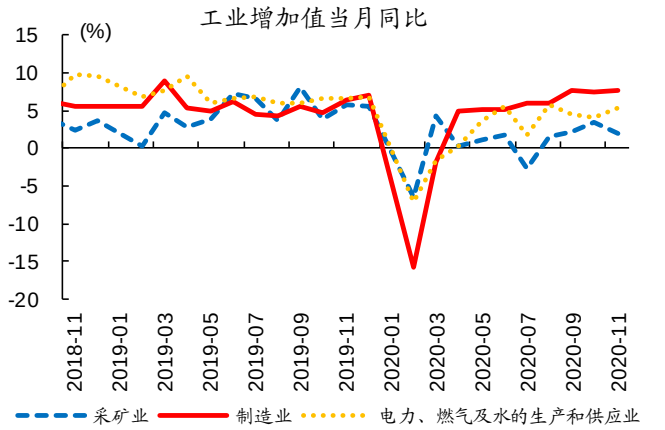
**11 月生产活跃度总体仍高，但结构分化加快显现；装备和消费制造类产出增长进一步加快，原料制造类增长放缓。**具体来看，工业增加值同比增速 7%，较上月加快 0.1 个百分点。大类行业中，制造业增长 7.7%、较前值加快 0.2 个百分点，增速为 2019 年 4 月份以来最高，其中消费制造和装备制造增长均加快 0.6 个百点、原料制造增速回落 0.4 个百分点。电热燃增速季节性抬升，采矿业增速回落。

**图1：11 月，工业增加值增速继续抬升**




数据来源：Wind、开源证券研究所

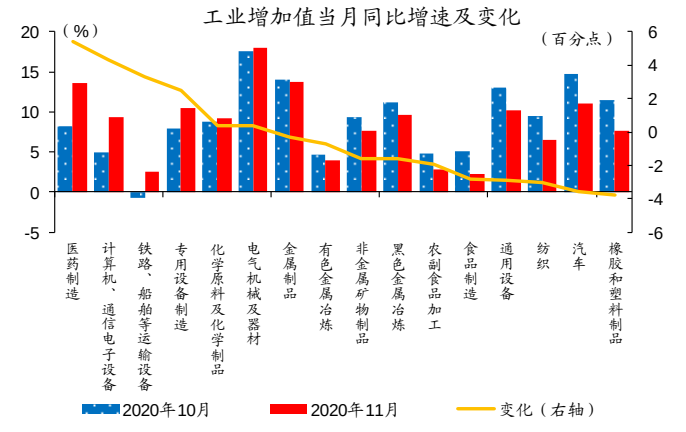
**图2：11 月，制造业生产活跃度维持高位**




数据来源：Wind、开源证券研究所

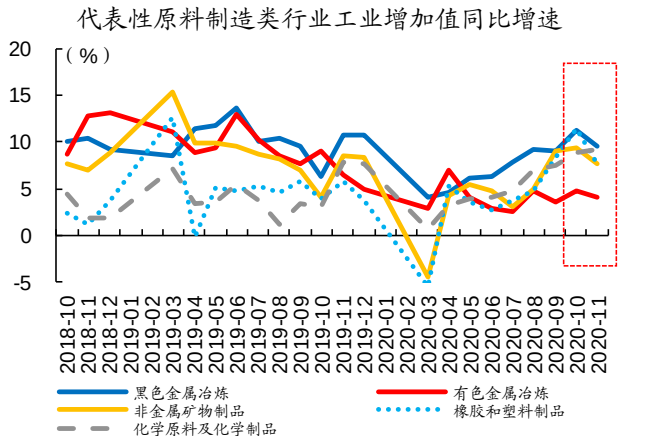
**中微观层面的分化也十分清晰；医药制造、电气机械、化学原料及制品等行业生产活跃度、持续性最好，单月产出增速均处于近年高位。**相较之下，前期产出增长持续改善的黑色金属、非金属矿物等原料制造行业，11 月产出增速均有不同程度回落。主要工业品中，钢材、有色、水泥产量增长均放缓，仅玻璃增长加快。

**图3：11 月医药制造、电子制造等产出增长明显加快**



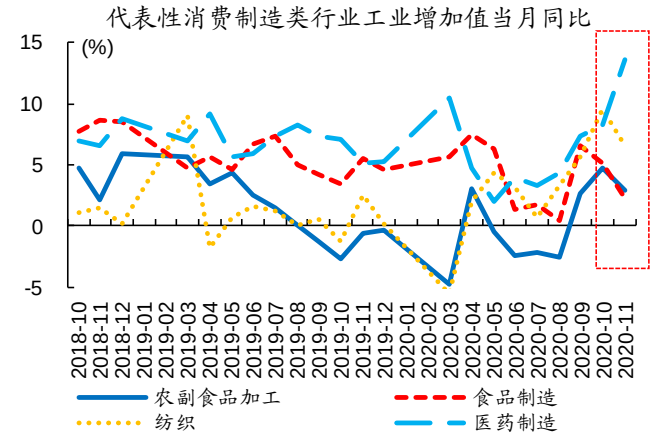

数据来源：Wind、开源证券研究所

**图4：11 月原料制造类行业产出增速多数放缓**



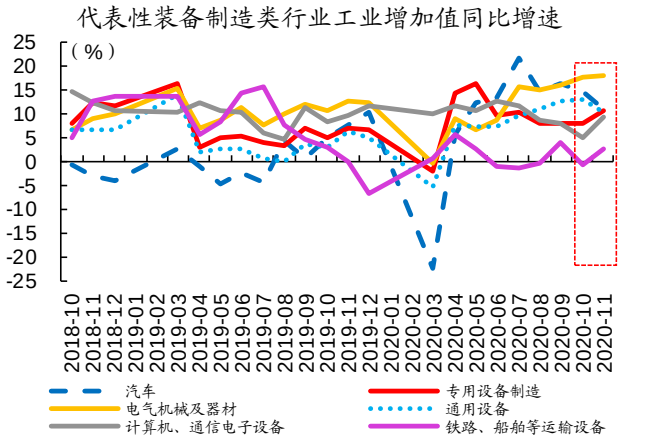

数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：11 月，医药制造业生产增长进一步加快




数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：11 月，多数装备制造类行业产出增长加快

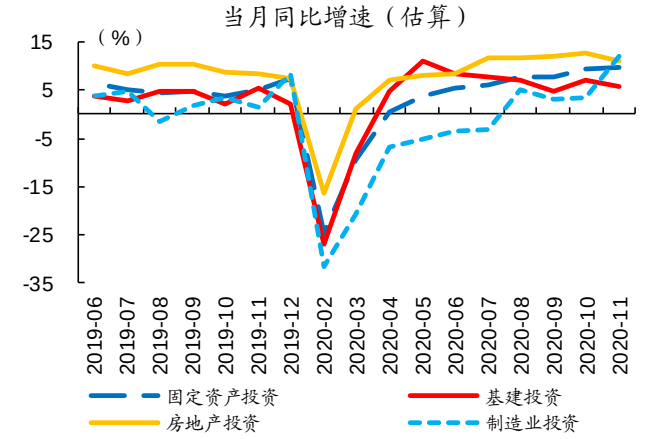



数据来源：Wind、开源证券研究所

## 2、 投资需求：医药和部分设备制造投资明显改善

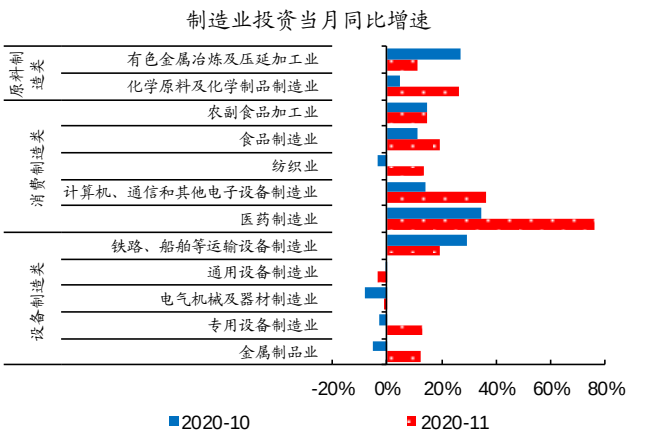
**制造业投资明显改善，医药投资、设备投资贡献显著。**11 月，制造业投资增速抬升 8.7 个百分点至 12.2%，其中医药制造投资增速进一步上升超 40 个百分点至 76%、创历史新高，计算机通信设备制造、专用设备制造、化学原料和化工制品投资增速也有大幅改善。以医药制造和部分设备制造为代表的先进制造，已走出“独立逻辑”，在“需求侧改革”背景下、或成为扩大“有效投资”的重要方向。

图7：11 月制造业投资增速大幅抬升




数据来源：Wind、开源证券研究所

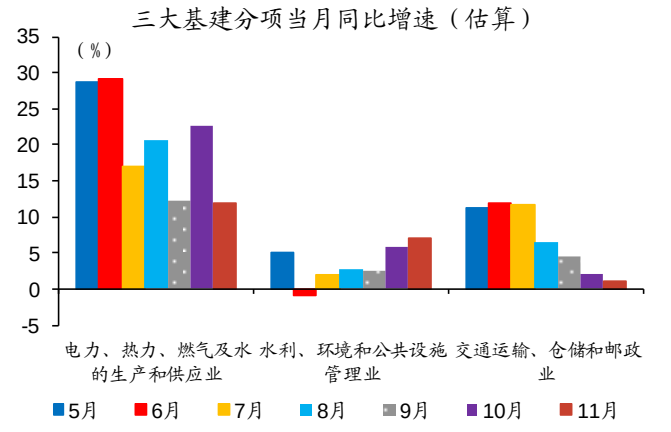
图8：11 月，医药制造、计算机投资增速大幅抬升




数据来源：Wind、开源证券研究所

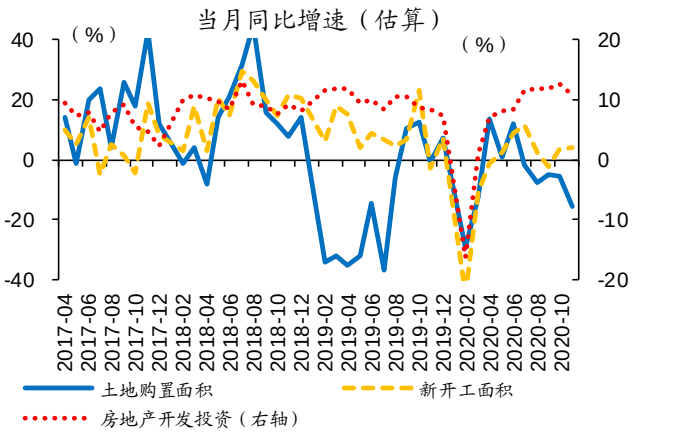
**基建和地产投资增速回落，未来一段时间或“韧性”仍存、“弹性”有限。**11 月，基建和地产投资增速分别下滑 1.2 和 1.8 个百分点至 5.9%和 10.9%。这类传统投资，受“稳增长”及外溢效应影响显著；政策“退潮”下，“稳增长”支撑逻辑将有所减弱，基建和地产投资压力或将继续显现，未来一段时间“弹性”较为有限。

图9：11 月，电热燃和交运仓储投资增速回落




数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：领先地产投资的拿地和新开工近期走弱

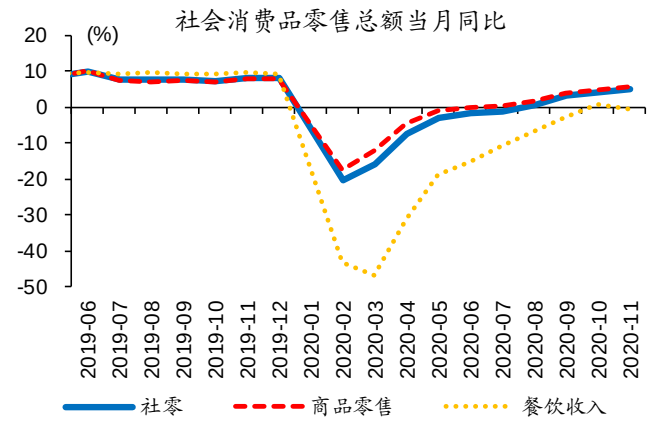



数据来源：Wind、开源证券研究所

## 3、 居民消费：线下消费修复节奏受疫情扰动，中期弹性可期

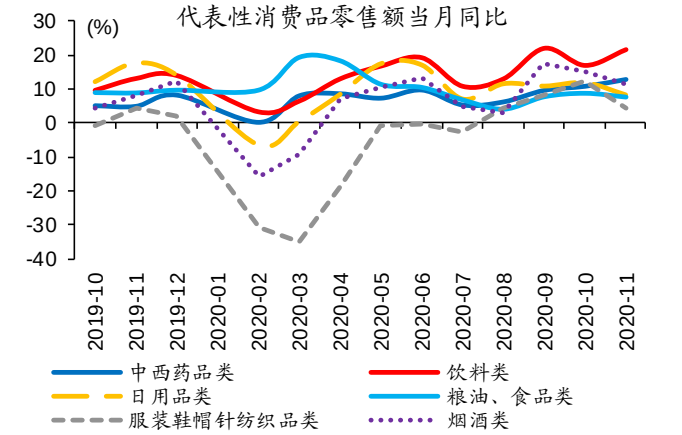
**“双十一”助力实物消费加快修复，但疫情反复扰动线下消费修复节奏。**11 月社零同比 5%(前值 4.3%)，略低于市场平均预期(5.6%)；其中，商品消费增速 5.8%、较前值抬升 1 个百分点，手机、化妆品、家电等增速抬升幅度较大，或受“双十一”提振；但餐饮消费再现负增（-0.6%），或受到疫情阶段性反复扰动。

图11：11 月实物消费继续修复，餐饮收入再现负增



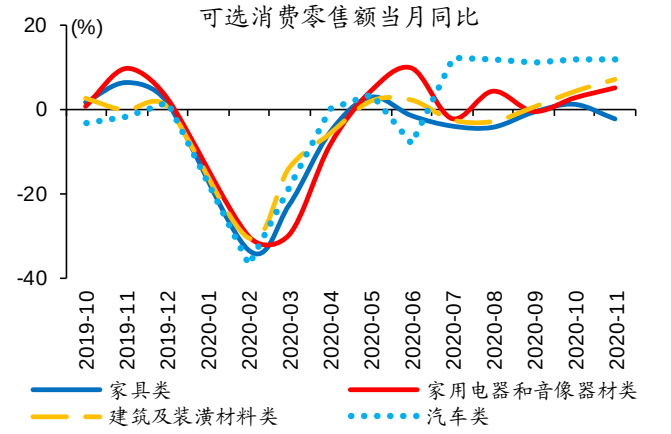

数据来源：Wind、开源证券研究所

图12：药品和饮料，11 月零售额增速上升



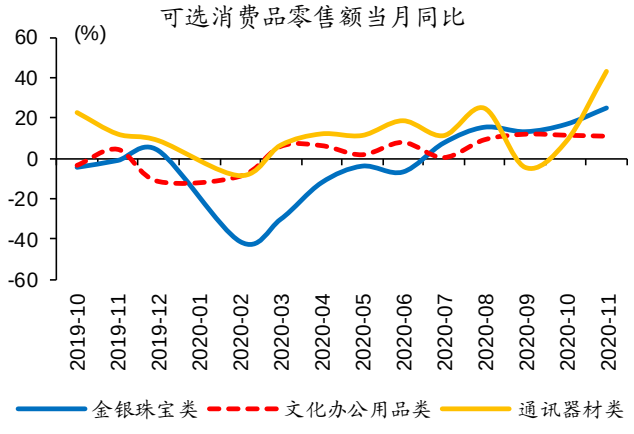

数据来源：Wind、开源证券研究所

图13：后地产链相关消费 11 月增速多数抬升




数据来源：Wind、开源证券研究所

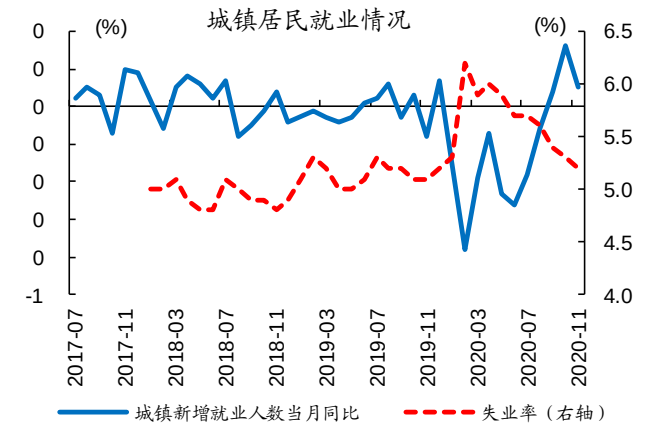
图14：金银珠宝和通讯器材可选消费增速抬升




数据来源：Wind、开源证券研究所

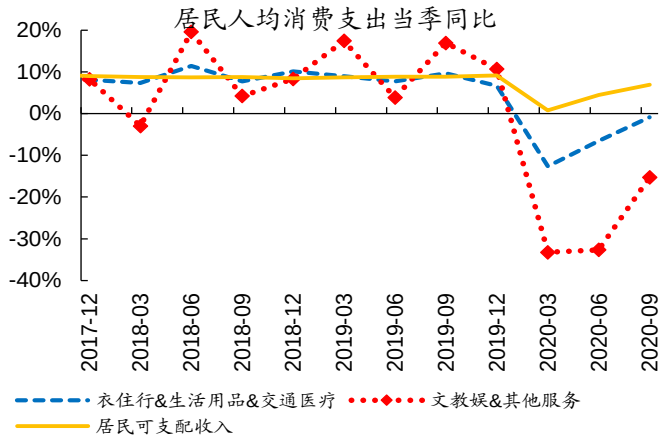
**向后展望，线下消费修复节奏或受疫情反复扰动，但改善趋势较为“确定”、“弹性”可期；伴随居民就业和收入等继续改善，重点关注中低收入群体相关大众消费等逻辑。“需求侧改革”下，改善中低收入群体收入、增加农村配套设施服务等或成为释放“有效需求”的重要抓手，也将在一定程度上利好相关大众消费等。**

图15：11 月失业率继续回落




数据来源：Wind、开源证券研究所

图16：线下消费前期修复较慢、未来弹性可期




数据来源：Wind、开源证券研究所

## 4、 风险提示

国内外宏观经济或监管政策出现重大调整；疫情出现超预期变化。

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R2（中低风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C2、C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C2、C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

| | 评级 | 说明 |
|---|---|---|
| 证券评级 | 买入（Buy） | 预计相对强于市场表现 20%以上； |
| | 增持（outperform） | 预计相对强于市场表现 5%～20%； |
| | 中性（Neutral） | 预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动； |
| | 减持 | 预计相对弱于市场表现 5%以下。 |
| 行业评级 | 看好（overweight） | 预计行业超越整体市场表现； |
| | 中性（Neutral） | 预计行业与整体市场表现基本持平； |
| | 看淡 | 预计行业弱于整体市场表现。 |
| 备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。 | | |

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

**上海**
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

**深圳**
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

**北京**
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

**西安**
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn